

学校编码: 10384

学号: 17920081151116



分类号_____密级_____

UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

非上市連鎖餐飲企業估值分析

THE ANALYSIS OF VALUATION ABOUT NON-LISTED
CHAIN RESTAURANT COMPANIES

劉建輝

指導教師姓名: 李常青 教授

專 業 名 稱: 工商管理(MBA)

論文提交日期: 2011 年 7 月

論文答辯時間: 2011 年 8 月

學位授予日期: 年 月

答辯委員會主席_____

評 閱 人_____

非上市連鎖餐飲企業估值分析

劉建輝

指導教師: 李常青 教授

廈門大學

2011 年 7 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

2008 年金融危机前，风投（VC）与私募（PE）更加青睐于成长性良好、回报率高的科技产业，但危机后很多投资机构的观念发生了改变。更多的资金涌入服务性行业，而其中又以餐饮连锁企业最受青睐，最重要的原因是餐饮连锁企业良好的抗风险性、抗周期性、良好的现金流及广阔的发展前景所决定。餐饮企业尤其是非上市餐饮连锁企业正越来越多地进入到资本运作时代，但国内目前非上市企业价值评估研究才刚刚起步，相关的理论与知识不多，如何合理地评估这些未上市企业的公司价值，是值得研究的一个课题。另外，企业大多缺乏专业的估价人员，在估价技术上处于严重不对等的状态，往往处于被动局面，这也降低了与风投合作的可能性，从而失去壮大发展的机会。本文通过对餐饮连锁行业及笔者任职企业的研究，结合自身的工作经验，摸索餐饮企业上市前的价值评估，这样在与投资机构洽谈中，能够更加客观合理，从而最大程度保护公司的利益。

为了能对未上市餐饮企业做出正确的估价，本文通过理论联系实际，知识结合实证的方法来完成本次的研究。理论方面主要通过学习阅读相关书籍、期刊，实证方面主要结合工作经验，企业实例研究（重点对小肥羊、味千、全聚德及湘鄂情）及一些投行人士的交流学习获得。

本文创新相对不足，在理论上更多的是应用，在应用方面有一些创新，如餐饮连锁企业通过开店率来进行营业额和利润的预估，对餐饮企业估值有一定的借鉴作用。同时对餐饮行业的宏观解读有一些较为实际可行的见解，这样能更深入地了解企业创造价值的内在原理，从而让估值更加地客观合理。

关键词：非上市企业；餐饮连锁；价值评估

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

Before the financial crisis in 2008, the Venture Capital (VC) and Private Equity (PE) more favor to high-tech industries which have high growths and high rates of return, however, after the crisis, the concept of many investment institutions changed. More funds are invested into the service industry, among which the chain catering enterprises is the most popular, and the most important reason is the good anti-risk and anti-periodic performance, the good cash flow and vast prospect of this kind of enterprise. Catering enterprises, especially those unlisted ones, are more and more getting into the capital operation times, however, the value assessment study of the unlisted enterprises has just begun currently, there is little relevant theory and knowledge, thus how to reasonably evaluate the value of these unlisted enterprises is a task that deserves research. In addition, enterprises mostly lack the professional valuation person, which lead to the serious unequal status in the valuation of technology, what means often a passive situation, this also reduces the possibility of cooperation with the risk investment, thus losing the opportunity to grow. This article focuses on the research on the catering industry and the company the author worked, combining with the personal experience, the author fumbles the value assessment of catering enterprises, so that in the negotiations, the interests of the company can be greatly protected and be more objective and reasonable.

In order to make a correct appraisal of the unlisted catering enterprises, the research integrate theory with practice, knowledge combining with the empirical methods to complete the study. As the theoretical aspects, the study of reading the related books, journals is necessary, on the other hand, the work experience, business case study (the small fat sheep, Weiqian, Quanjude and Xiangqing.etc) and the exchange study from the investment bankers.

The innovation of this article is relatively insufficient, more applications in theory, more innovations of the applications are used, such as catering chain enterprises using the opening rate to finish the forecast of the turnover and profit, which has a certain sign function for valuation. At the same time, some macro

interpretation on the catering industry can be more practical, which can be helpful to a deep understanding of the underlying principle about enterprise creating values and make the appraisal more objective and reasonable.

Keywords: non-listed companies; restaurant chain; valuation

discounted cash flow method; market comparison approach

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 研究内容及研究方法	2
第二章 价值评估与非上市餐饮企业投资	4
第一节 贴现现金流法(DCF)	4
第二节 市场比较法	13
第三节 VC、PE 估价的常用方法	19
第四节 非上市餐饮连锁企业价值评估碰到的问题	20
第三章 餐饮行业分析	25
第一节 餐饮行业的发展现状及未来趋势	25
第二节 连锁餐饮的经营状况分析	31
第三节 国内餐饮行业股权投资现状	40
第四章 企业价值评估方法的实际应用	46
第一节 H 公司简介	46
第二节 牛排行业分析	49
第三节 用贴现法计算评估 H 公司价值	54
第四节 用市场比较法来评估 H 公司价值	60
第五节 两种评估方法的比较	61
第五章 结论与展望	63
参考文献	64
后记	65

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

非上市企业与上市企业，一个处于证券市场之外，一个涉足证券市场，这个差别造成了两类企业在公司价值评估方法及方式上存在着差异。一般而言，上市企业能够直接运用主流微观金融学的研究成果对企业进行估价，估价比较容易，也相对客观，目前能够运用的方法也比较多。但对于非上市企业的估价研究却很少有人研究，导致目前这方面的实际应用需求多，但相关的理论却很少。纵观欧美国家工业革命以来的经济发展史，非上市企业的并购对欧美经济的发展产生着重大影响。资本主义的经济周期波动推动了大量企业的并购活动。在经济繁荣时，旺盛的市场需求促进了一大批中小企业的建立和发展，当经济进入萧条时，大量的中小企业被迫出售，一些大企业则伺机进行大规模的并购，继续扩大自身的规模。进入 21 世纪，随着新经济的发展，越来越多的大型企业意识到新经济市场的广阔前景，掀起了前所未有的以战略转移为目的并购浪潮。我国改革开放三十多年来，随着经济的快速发展，企业间的并购和投资行为越来越频繁，很大程度上并购成了很多企业快速发展的一个战略手段，如最近百胜集团并购小肥羊，味千投资入股 85 度 C 等等。这些举措都可以帮企业快速进入某个行业或市场，从而使企业的规模迅速扩大，企业内部产品结构也更加合理。并购投资活动的增加对估价理论的发展提出了新的需求，在西方，对于非上市企业价值的研究已经有上百年的研究历史，但在中国相关的研究仍然很少，特别是餐饮行业，上市的餐饮企业很少，可以借鉴的案例寥寥无几，因此相关的对未上市企业的研究是有价值的。

二、研究意义

在餐饮连锁行业资本对接的过程中，不论是风投基金从业者，抑或是企业的管理层和领导者，都希望对企业的价值有合理的定价。从被投资或被收购的企业来讲，正确合理地评估企业价值是保证自己利益的基础；而从投资方或收购方来讲，对目标企业进行合理的估价，是获得理想利润，降低投资风险的重要依据。

笔者做为企业的一名中高层管理人员，在企业与众多风投接洽的过程中，更感觉专业估价的重要性。很多的企业在谈判过程中，并没有经过严密科学的评估过程。更多是通过市场比较法这样比较简单的方法来估算自己企业的整体价值。这种方法不能说不好，但实在过于简单，可以当作一个参考，但不宜做为唯一的决策依据。而且对于未上市企业，用市场比较法不容易找到参照的企业。更让人担忧的是，很多企业在做估价的时候，由于没有专业的评估人才，更多的是凭借企业领导者心中的一个预期值，一个灵感或者周边朋友的建议做出的，“感觉”占了上风，这样的结果可想而知：与风投的评估往往有很大的偏差。如果企业老板预期太高，那么会吓走风投。如果预期太低，那么企业的利益将受到不可估量的损失。最近的当当网 IPO，就发生了企业与风投间的不和谐，大摩投行对于当当网的估价区间，一下子可以从 10-60 亿元降到 7-8 亿元，部分反映了企业与投行或私募的谈判中，企业在估价技术上处于严重不对称的状态，大多处于被动局面，这也降低了与风投合作的可能性。因此，笔者也期望通过本文的研究，能为未上市餐饮企业的合理估价找到一个客观合适的方法。

第二节 研究内容及研究方法

一、研究内容

本文分两大部分。第一部分主要以分析公司价值评估基本理论为主，包含第一至第二章，主要分析两个主流评估方法：贴现法及市场比较法。前一种从企业内在价值的原理出发，根据企业产生的现金流计算出企业的价值，后一种方法通过相似或相近企业的互相比较得出企业的价值。两种方法，一个根据企业内部条件，一个根据外部市场情况，相辅相成，相得益彰。第二部分重点分析餐饮行业的现状以及应用第一部分的理论进行案例分析，来检验两个方法的应用。从而做到理论联系实际，学以致用目的。

本文共五章，第一章为绪论，简单地从国内餐饮行业及股权投资的现状说明了研究背景与研究目的、研究范围以及整个研究中碰到的一些限制。第二章对公司价值评估的理论做了阐述，从理论上介绍了两种主流估价方法：贴现现金流法及市场比较法。第三章对中国的餐饮行业做出详细的分析，并结合未上市餐饮连

锁企业投资现状以及估价碰到的问题做了阐述。第四章通过实例来说明两种方法如何具体应用到餐饮连锁企业的价值评估，并对两种方法做了一定的比较分析。第五章对本次论文做了总结与回顾。

二、研究方法

为了能对未上市餐饮企业做出正确的估价，本文通过理论联系实际，知识结合实证的方法来完成本次的研究。理论方面主要通过学习阅读相关书籍、中国硕士生优秀论文和期刊，实证方面主要结合工作经验，企业实例研究（重点对小肥羊、味千、全聚德及湘鄂情）及一些投行人士的交流学习获得。

本文的研究对象为未上市的餐饮连锁企业，这些企业在某些细分市场有很强的主导权，企业自身有一套相对完善的管理体系，并有一定数量的分店，总部对分店有一定程度的管控能力，有一套成熟的商业经营模式，这种商业模式对后续的快速扩张起到基础性的作用。从销售规模来看，年销售额在 1 亿元以上，并在市场上生存并发展了 5 年以上，如果将企业分成初创期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段，本文关注的是企业的成长期，这一阶段的特点是：企业有正的稳定的现金流，有着足够的市场发展空间，可以让企业尽其所能地发展壮大。这段时期也可看做风险投资已经撤出，而私募股权基金进入，以及同行业或垂直行业进行并购的时期。由于出于不同目的，企业价值评估方法和过程也应有所不同，如企业同行业之间进行并购时，就需要考虑并购后企业间的协同效应，为了控制权收购企业，就要考虑控制权溢价等。为了保持全文的一致性，本文在未加特别说明的地方，都简单地假设成估价的目的是为了 PE（私募股权）的进入，而且是非控股形式的股权投资，换句话说，PE 仅仅是为了获利而进入，并非为了企业间的协同效应或为了控制企业，这样的估价，就较单纯地从企业内身创造价值的能力出发，也比较符合企业的实际。

第二章 价值评估与非上市餐饮企业投资

企业价值评估的思想源于 20 世纪初艾文·费舍尔（Irving Fisher）的资本价值论。1906 年费舍尔出版了《资本与收入的性质》一书，完整论述了资本与收入的关系以及价值的源泉问题，为现代企业价值评估理论奠定了基石。现在主流的价值评估理论是以 1934 年美国投资理论家本杰明·格雷厄姆所创造的价值分析方法为基础的。1958 年，莫迪格莱尼（Modigliani）和米勒（Miller）发表了《资本成本、公司理财与投资理论》，认为企业价值的大小主要取决于投资决策，在均衡状态下企业的市场价值等于按其与风险程度相对应的贴现率对预期收益进行贴现的资本化价值，并首次将不确定性引入企业价值评估体系中，创立了现代价值评估理论。关于企业价值的评估，由美国经济学家蒂姆·科勒等著的《价值评估》一书，是迄今为止研究企业价值较为全面系统的著作，被称为麦肯锡公司价值评估的精髓，书中作者认为价值等于企业未来现金流之和。1991 年思特华（Stewart）提出了经济附加值（EVA）概念，由总部设在纽约的思腾思特（stern&stewart）咨询公司将该方法引入价值评估领域。根据思腾思特咨询公司的解释，经济附加值表示的是一个公司扣除资本成本后的资本收益。经济附加值法是以股东利益最大化经营目标为基础的一种价值评估方法，曾在欧美国家风靡一时，一度成为像高盛、JP 摩根等著名投资银行分析企业价值的基本工具之一。

第一节 贴现现金流法 (DCF)

一、贴现现金流理论及其应用

贴现现金流法采用现金流量而非利润指标，排除了会计利润易受会计方法、会计政策等人为因素干扰的不利影响，因此成为企业价值评估的一种基本方法，受到欧美等国价值评估人员的青睐。长期以来，在理论界和实务界一直将现金流量贴现法作为对目标企业价值评估的标准方法。在西方国家的产权交易活动中，有 80% 以上的企业采用这一方法。

贴现现金流模型被大多数公司认为是进行收购活动时预测最科学、理论最成熟的价值评估方法。该模型基于未来现金流和贴现率的估价方法，其基本原理是任何资产的投资价值等于其预期未来全部现金流的现值总和，即从投资的角度来看，投资于任何一项资产的代价不应该大于预期未来现金流的现值总和。因此，任何资产的价值都可以直观地表示为三个变量函数：预期现金流量（ CF_t ）、贴现时间（ t ）和相关的风险（贴现率 r ）。

贴现现金流模型（DCF）分析的基本原则是预测未来现金流。资本方需要预测项目或被投资企业未来的自由现金流量，再将这些预测数据按照适用的资本成本贴现。贴现现金流估价的通用公式是：

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad \text{-----公式 2-1}$$

式中， V =企业价值

CF_t = t 期的现金流量

r =各期现金流量风险的贴现率

t =资金投资所持续的时期数

各年的现金流量是一个变量，对未来各期现金流量的准确预测是价值评估的关键和难点。根据被投资企业未来现金流量的特征，公式2-1发展为如下几种模型。

（一）永续模型

该模型假设企业未来每年的现金流量都是一笔固定的金额，并且永远持续下去，其估算公式为：

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF}{(1+r)^t} = \frac{CF}{r} (n \rightarrow \infty) \quad \text{-----公式2-2}$$

式中， V =企业价值

CF =每期的现金流量

r =现金流量风险的贴现率

t =资金投资所持续的时期数

在现实生活中，企业经营的环境及经营业绩都在不断变化，把现金流量作为一个固定不变的量，这在现实生活中极为罕见，因此该模型较常用于对优先股价

值的评估。

（二）固定增长模型

该模型适用的情况是，企业在未来时期里的现金流量按一个固定比率（g）逐期增长，并且固定增长率低于企业加权平均资本成本r，这时企业价值可以按照固定增长模型进行估算，其计算公式如下：

$$V = CF_1 / (r - g) \text{ ----- 公式2-3}$$

式中，CF₁ = 企业第一年的现金流量

r = 贴现率（即加权平均资本成本）

g = 企业固定增长率

固定增长模型的最大优势在于其运用简单、计算方便，它适用于处在一个相对稳定成熟的发展状态下的企业。该模型最大的缺陷在于其评估结果过多地依赖于增长率因素，而增长率的确定往往带有很强的主观性，增长率预估不准确就会严重影响到企业的估价。

（三）两阶段模型

在经济环境不断发展变化的过程中，通常的情况是，企业在初始阶段会有较高的增长速度，此时企业的盈利或现金流量的增长速度会大大超过整个宏观经济增长率。经过一段时间之后，企业进入固定增长时期。企业价值等于高速增长期现金流量现值之和再加上固定增长期现金流量现值之和。其中，固定增长期现金流量现值之和可以看作是第n年后企业的持续经营价值，这样企业价值就可以表示为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n} \left(V_n = \frac{CF_{n+1}}{r_n - g_n} \right) \text{ ----- 公式2-4}$$

式中，CF_t = 第t期的现金流量

r = 高速增长期加权平均资本成本

V_n = 第n年末的企业价值

g_n = n年后的固定增长率

r_n = 稳定状态下的加权平均资本成本。

（四）三阶段模型

三阶段模型对现金流量增长率的假设，更接近企业发展的现实。该模型中现

金流量变动呈如下特征：第一阶段企业竞争优势保持阶段，该阶段是企业高速增长阶段，现金流量按固定的高增长率逐年增加；第二阶段为过渡增长（企业竞争优势消退）阶段，现金流量增长率逐期线性下降，直至达到第三阶段企业竞争优势消失，该阶段为固定增长阶段，增长率合理且永久不变。企业价值就是这三个时期的现金流量现值之和。其价值评估模型如下：

$$V = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{CF_0(1+g_a)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n_2}(1+g_n)}{(r-g_n)(1+r)^{n_2}} \quad \text{-----公式2-5}$$

式中， g_a 、 g_n 分别表示高速期和固定增长期的增长率；

n_1 表示高速增长期年限，

n_2 表示高速增长期和过渡期年限和。

公式右边第一项为高速增长期价值，第二项为过渡期价值，第三项为固定增长期价值。由于该模型更接近企业发展的现实，本文后面的实例以三阶段模型对企业价值进行估价。

通过以上的模型可以看出，贴现现金流量方法的实质就是求出企业未来现金流的贴现值，即为企业的价值，具体操作的步骤如下：

- 1、根据一系列假设和经验估计公司未来自由现金流。
- 2、根据类比原理，确定合适的 β 值。
- 3、利用CAPM 方法计算资产回报率。
- 4、将自由现金流按照计算出的贴现率及相应的贴现模型进行贴现，加总之和即为目标公司的价值。以下笔者将分别就现金量、 β 值、贴现率WACC的估算展开说明。

二、现金流量的预估

（一）现金流预估的步骤

现金流分为权益现金流和企业现金流。权益现金流表示企业中权益投资者进行投资时所产生的现金流，是排除所有与债权人相关的现金流（包括利息的支付、本金的偿还和新债券的发行等）之后的现金流。股利通常是这种比较容易观察测量的权益现金流的一个代表。企业现金流是指由企业产生的、属于公司所有权人的现金流，是债前现金流。

权益现金流=净利润-（资本支出-折旧）-营运资本净增量-----公式2-6

企业现金流= EBIT (1-税率) - (资本支出-折旧) - 营运资本净增加+债务增量-----公式2-7

上述两个现金流均为税后现金流，而且已经扣除了再投资需要的现金流出，因此其是自由的（对公司的支付而言），我们常常称之为自由现金流。

根据上面两个公式，预测企业未来自由现金流的一般思路是：

- 1、 确定相应增长期间的长度，不同的公司由于处在不同的生命周期中，并且面临不同的竞争，因此会有不同的增长率，选用的贴现模型就不用。
- 2、 预测各个时期的销售收入增长率，从而预测出销售收入，这是现金流预测的关键点与难点。
- 3、 对相关费用进行调整估算出相应期间的净利润。
- 4、 估算出折旧及营运资本变量。
- 5、 根据企业现金流计算公式计算出企业各个时期的现金流。

（二）增长率的预测

销售收入的预估，通常是从企业的销售增长率预测开始。目前预测企业增长率的常用方法有三种：

1、基于企业的历史数据

当估计公司的未来增长率时，一般会从分析企业的历史业绩开始。虽然过去的增长并不意味着未来企业能保持同样的增长，但确实在某种意义上传递了有价值的信息。如果内外部环境没有发生太大变化的话，企业将保持过去的增长速度发展，历史的数据将有很大的借鉴作用。¹

2、基于人员的主观判断

（1）管理层的估计

管理层由于处于企业核心位置，对企业的情况最为了解，同时很多决策与措施都是管理层制定和实施的。所以，在一定程度上，管理层的判断可靠度是相当高的。但是，管理层对增长率的预测有时会存在带有偏见的风险。如果将企业业绩与管理层绩效挂钩的话，管理层为了拿到好的绩效，就会有降低预测，调低增长率的可能。因此管理层预测增长的能力和职业素质对预测数据的准确性相当重要。

¹摘自《达摩达兰论估价》

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库